

## 昆药集团 (600422.SH) 降本增效成果初显，五年规划明晰坚定

2024年03月24日

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

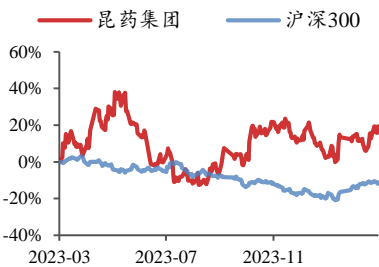
余汝意（分析师）

yuruyi@kysec.cn

证书编号：S0790523070002

日期	2024/3/22
当前股价(元)	21.29
一年最高最低(元)	26.09/15.18
总市值(亿元)	161.19
流通市值(亿元)	161.16
总股本(亿股)	7.57
流通股本(亿股)	7.57
近3个月换手率(%)	73.92

### 股价走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《华润三九入主掌舵，“慢病+国药”核心两翼促新生—公司首次覆盖报告》-2024.1.23

#### ● 营收略有承压，利润稳健增长，彰显降本增效成果，维持“买入”评级

公司2023年实现营收77.03亿元（同比-6.99%，下文皆为同比口径）；归母净利润4.45亿元（+16.05%）；扣非归母净利润3.35亿元（+33.45%）。从盈利能力来看，2023年毛利率为44.82%（+3.3pct），净利率为5.9%（+1.24pct）。从费用端来看，2023年销售费用率为31.58%（+2.21pct）；管理费用率为4.07%（-0.51pct）；研发费用率为0.93%（+0.08pct）；财务费用率为0.13%（-0.33pct）。我们看好公司慢病管理及精品国药两大核心业务，并考虑未来产品推广等费用支出影响，下调2024-2025年并新增2026年归母净利润预测，预计分别为6.11、7.43、8.99亿元（原预计2024-2025年为6.40、7.58亿元），EPS分别为0.81、0.98、1.19元/股，当前股价对应PE分别为25.6、21.1、17.4倍，维持“买入”评级。

#### ● 血塞通系列产品为主的心脑血管领域、妇科治疗领域产品营收增速亮眼

分行业来看，口服剂营收30.55亿元（+5.58%）；针剂营收10.59亿元（+11.09%），其他类营收1.05亿元（-63.39%）；药品、器械批发与零售营收33.21亿元（-7.4%）。分产品来看，心脑血管治疗领域营收20.79亿元（+13.67%）；骨科系列营收2.18亿元（-7.34%）；抗疟类营收0.91亿元（-18.03%）；妇科营收3.32亿元（+20.61%）；消化系统营收5.35亿元（-6.36%）；其他类营收9.62亿元（-13.28%）；药品、器械批发与零售营收33.21亿元（-7.4%）。具体来看，治疗心脑血管疾病的血塞通系列产品中，口服剂同比增长19.44%、注射剂同比增长22.65%；昆中药核心品种舒肝颗粒受益于丰富的医学证据切入情绪治疗领域，同比增长11.11%。

#### ● 短-中-长期发展战略拟定，内生外延赋能核心业务拓展

公司将持续聚焦老龄健康-慢病管理和精品国药两大核心业务领域，通过短-中-长期三步走的发展行动规划，重点打造三七系列产品和“昆中药1381”品牌，通过“内生+外延”方式双轮驱动业绩增长，力争2028年末实现营收翻倍，工业收入达100亿元，持续坚定以成为银发健康产业第一股为发展战略目标。

#### ● 风险提示：政策变化风险，市场竞争加剧，产品销售不及预期。

### 财务摘要和估值指标

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,282	7,703	8,884	10,128	11,590
YOY(%)	0.3	-7.0	15.3	14.0	14.4
归母净利润(百万元)	383	445	611	743	899
YOY(%)	-24.5	16.0	37.4	21.5	21.1
毛利率(%)	41.5	44.8	46.8	47.6	48.4
净利率(%)	4.6	5.8	6.9	7.3	7.8
ROE(%)	7.5	8.3	10.1	11.2	12.1
EPS(摊薄/元)	0.51	0.59	0.81	0.98	1.19
P/E(倍)	40.8	35.2	25.6	21.1	17.4
P/B(倍)	3.1	3.0	2.6	2.4	2.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	6766	7031	8507	8930	10703
现金	1658	1493	1722	1963	2246
应收票据及应收账款	2578	2734	3393	3592	4401
其他应收款	148	137	191	183	245
预付账款	244	136	302	197	375
存货	1681	1688	2055	2152	2592
其他流动资产	457	843	843	843	843
<b>非流动资产</b>	2666	2534	2565	2575	2609
长期投资	24	24	22	21	20
固定资产	1168	1082	1185	1283	1390
无形资产	530	525	467	398	336
其他非流动资产	944	903	891	873	863
<b>资产总计</b>	9432	9565	11073	11504	13313
<b>流动负债</b>	3889	3644	4553	4379	5410
短期借款	913	725	1174	829	1297
应付票据及应付账款	977	933	1189	1195	1494
其他流动负债	1999	1986	2190	2355	2619
<b>非流动负债</b>	401	445	424	403	382
长期借款	60	108	87	66	45
其他非流动负债	341	337	337	337	337
<b>负债合计</b>	4289	4089	4977	4782	5793
少数股东权益	159	179	187	196	208
股本	758	758	758	758	758
资本公积	1161	1158	1158	1158	1158
留存收益	3071	3394	3842	4407	5126
<b>归属母公司股东权益</b>	4983	5297	5909	6526	7312
<b>负债和股东权益</b>	9432	9565	11073	11504	13313

现金流量表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	254	356	-53	867	137
净利润	385	454	619	752	911
折旧摊销	216	181	147	162	171
财务费用	38	10	34	31	30
投资损失	-6	-17	-47	-55	-32
营运资金变动	-477	-414	-819	-54	-984
其他经营现金流	97	142	14	31	41
<b>投资活动现金流</b>	-235	-339	-111	-104	-159
资本支出	102	65	180	172	207
长期投资	-183	-291	2	1	1
其他投资现金流	50	17	67	68	46
<b>筹资活动现金流</b>	68	-202	-55	-178	-163
短期借款	271	-187	448	-345	468
长期借款	-40	48	-20	-21	-21
普通股增加	0	-0	0	0	0
资本公积增加	-8	-4	0	0	0
其他筹资现金流	-156	-58	-483	188	-610
<b>现金净增加额</b>	90	-183	-219	586	-185

利润表(百万元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	8282	7703	8884	10128	11590
营业成本	4844	4251	4723	5308	5986
营业税金及附加	72	75	77	89	104
营业费用	2433	2433	2951	3390	3879
管理费用	379	314	353	372	391
研发费用	70	71	127	144	177
财务费用	38	10	34	31	30
资产减值损失	-68	-66	0	0	0
其他收益	129	118	108	117	118
公允价值变动收益	11	1	2	3	4
投资净收益	6	17	47	55	32
资产处置收益	15	1	17	9	11
<b>营业利润</b>	497	568	761	935	1133
营业外收入	3	6	5	4	4
营业外支出	23	11	11	12	14
<b>利润总额</b>	477	564	754	926	1122
所得税	92	109	135	174	212
<b>净利润</b>	385	454	619	752	911
少数股东损益	2	9	8	9	12
<b>归属母公司净利润</b>	383	445	611	743	899
EBITDA	703	751	917	1100	1300
EPS(元)	0.51	0.59	0.81	0.98	1.19

主要财务比率	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	0.3	-7.0	15.3	14.0	14.4
营业利润(%)	-21.6	14.4	33.9	22.9	21.1
归属于母公司净利润(%)	-24.5	16.0	37.4	21.5	21.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	41.5	44.8	46.8	47.6	48.4
净利率(%)	4.6	5.8	6.9	7.3	7.8
ROE(%)	7.5	8.3	10.1	11.2	12.1
ROIC(%)	6.2	7.2	8.5	9.9	10.3
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	45.5	42.7	45.0	41.6	43.5
净负债比率(%)	-6.1	-7.2	-3.3	-12.0	-8.5
流动比率	1.7	1.9	1.9	2.0	2.0
速动比率	1.2	1.4	1.3	1.5	1.4
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	3.8	3.1	3.1	3.1	3.1
应付账款周转率	7.3	6.3	6.3	6.3	6.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.59	0.81	0.98	1.19
每股经营现金流(最新摊薄)	0.34	0.47	-0.07	1.15	0.18
每股净资产(最新摊薄)	6.58	7.00	7.80	8.62	9.66
<b>估值比率</b>					
P/E	40.8	35.2	25.6	21.1	17.4
P/B	3.1	3.0	2.6	2.4	2.1
EV/EBITDA	21.6	19.8	16.4	13.1	11.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn